

Le banche centrali e la difficile arte di rilanciare l'economia

Roberto De Battistini

Professore di Politica economica internazionale,
Università di Torino, <roberto.debattistini@unito.it>

Mentre gli Stati Uniti hanno dato inizio a una graduale risalita del tasso d'interesse, la BCE prosegue, pur tra polemiche e opinioni contrastanti, con una politica monetaria estremamente espansiva. Quali sono le ragioni del comportamento tenuto dalle autorità monetarie durante il decennio di crisi e turbolenze aperti nell'autunno 2008? Quali armi hanno effettivamente a disposizione le banche centrali? Che cosa comporta e per quanto tempo è sostenibile una politica monetaria che ricorre a quelle che sono state a lungo considerate poco più che ipotesi teoriche, come i tassi di interesse negativi?

La politica monetaria continua a occupare il centro della scena in un modo abbastanza inusitato rispetto al riserbo che tradizionalmente contraddistingue l'operato delle banche centrali. Il punto in questione è sempre lo stesso: **la strategia migliore per accompagnare la ripresa dell'economia** che ha ancora bisogno di un sostegno per molti versi straordinario per riprendersi dalla serie di choc che l'hanno colpita nell'ultimo decennio.

Nelle ultime settimane la situazione tra le due sponde dell'Atlantico si è ulteriormente differenziata. Negli Stati Uniti la Federal Reserve Bank (la banca centrale americana, spesso nota come FED), che già a fine 2014 aveva terminato il programma straordinario di acquisto di titoli e immissione di liquidità nel sistema, a metà marzo ha innalzato i tassi di interesse di un quarto di punto, annunciando l'intenzione

di proseguire con una serie di aumenti lungo il 2017-2018. In Europa invece, pur tra molte polemiche, la Banca Centrale Europea (BCE) ritiene troppo timidi i segnali di ripresa e ha confermato il proprio programma di acquisto di titoli anche oltre la scadenza originariamente fissata a marzo 2017. Per la zona euro un punto particolarmente controverso riguarda la valutazione delle prospettive dell'andamento dei prezzi: il rischio deflazione, già oggetto di una precedente analisi (De Battistini 2016), può ritenersi scongiurato, come alcuni segnali lasciano sperare in particolare in alcuni Paesi, oppure continua a rappresentare una minaccia? I dati diffusi a metà marzo da Eurostat indicano che in febbraio l'inflazione nella zona euro è tornata a toccare il 2% (EUROSTAT 2017), contro il -0,2% di febbraio 2016. Depurato dagli effetti dell'andamento dei prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari non trasformati, il dato scende allo 0,9%, contro lo 0,8% dell'anno prima: sul fronte della dinamica dei prezzi interna all'Unione Europea (UE) non si registrano sostanziali variazioni e per questo la BCE ha ritenuto di non dover cambiare rotta.

Non mancano tuttavia le discussioni, come risulta anche dalla cronaca. In realtà **da ormai lungo tempo i responsabili della politica monetaria si trovano alle prese con una situazione quanto meno non convenzionale**, rispetto sia all'elaborazione teorica sia all'esperienza dei decenni precedenti. Comprendere le ragioni delle loro decisioni richiede di mettere a fuoco i principali elementi di questo scenario e la loro evoluzione, che impatta anche sugli strumenti che le banche centrali hanno a disposizione per svolgere il proprio ruolo.

La politica monetaria nell'epoca della globalizzazione

La ricostruzione del quadro di riferimento della politica monetaria attuale richiede di tornare all'inizio degli anni '70, con il **passaggio dai cambi fissi a quelli flessibili** (cfr De Battistini 2005 e 2011). Il compito delle banche centrali si alleggerisce dall'onere di intervenire per correggere le tensioni sui mercati valutari (vendendo o comprando valuta nazionale a seconda delle pressioni registrate sul tasso di cambio), ma questo non comporta un passaggio alla completa indifferenza nei confronti dei corsi delle valute, a causa dell'influenza che questi hanno sulle dinamiche inflazionistiche: le banche centrali conservano quindi un ruolo forse più defilato, ma tutt'altro che secondario.

La stagione della **grande inflazione** (da metà anni '70 a tutto il decennio successivo) ha rappresentato una sfida alla capacità delle banche centrali di difendere l'obiettivo della stabilità monetaria e alla fine l'impegno su questo fronte ha consentito loro di guadagnare grande credibilità.

Per la maggior parte dei Paesi europei, l'obiettivo della **moneta unica europea**, che si presentava inizialmente come un traguardo ai limiti della temerarietà, ha visto impegnate lungo gli anni '90 banche centrali nazionali e altre autorità di politica economica per il raggiungimento della convergenza necessaria per l'avvio del nuovo assetto. Al tempo stesso le banche centrali nazionali si sono via via spogliate delle principali funzioni di politica monetaria (determinazione dei tassi di interesse e gestione della base monetaria) a favore della BCE. Anche la funzione di sorveglianza su banche ordinarie e mercato del credito, per un certo tempo rimasta in capo alle banche centrali nazionali, è stata recentemente ricondotta nell'ambito di azione della BCE, almeno per dimensioni superiori a una certa soglia.

All'inizio del **nuovo millennio** si è manifestata una nuova sfida: rispondere a due eventi potenzialmente destabilizzanti – lo scoppio della bolla speculativa sui titoli tecnologici nel 2000 e gli attentati dell'11 settembre 2001 –, che rischiavano di innescare una crisi mondiale di ampie proporzioni. Le politiche monetarie espansive delle banche centrali, insieme con analoghe politiche fiscali messe in atto da diversi Stati, consentirono ai principali sistemi economici un rilancio particolarmente brillante. Questa nuova fase di crescita indusse non pochi osservatori a ritenere, erroneamente, che l'economia stesse vivendo un momento di grazia destinato potenzialmente a continuare a lungo.

In realtà il perdurare di tassi di interesse particolarmente bassi, che aveva favorito il rilancio dell'economia reale, pur senza essere di per sé causa di formazione di bolle speculative, ha finito per costituire un ostacolo alle necessità di frenarne l'ulteriore rigonfiamento. È questo il terreno su cui è nata la **crisi dei mutui subprime del 2007**, che si è abbattuta dapprima sul sistema finanziario americano, culminando con il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers nel settembre 2008, per estendersi poi al mondo intero.

La risposta tempestiva delle banche centrali al manifestarsi di una minaccia esplosiva ha consentito di limitare le conseguenze finanziarie della crisi, mentre ha tardato ad arrivare quella dei responsabili della politica fiscale, in modo da arginare gli effetti sull'economia reale. La ragione non è difficile da spiegare: in una situazione di crisi globale, politiche fiscali espansive attuate da un singolo Paese sono un onere pesante per la sua finanza pubblica (in termini di stabilità di bilancio e di bilancia dei pagamenti), i cui benefici ricadono anche sui partner commerciali. Per questo **è stato necessario attendere il G20 di aprile 2009, oltre sei mesi dopo il fallimento di Lehman Brothers, per l'adozione di un piano**

concertato di politiche fiscali espansive per il rilancio dell'economia reale, che incontrarono un indubbio successo: il tasso di crescita del PIL mondiale passava dallo 0,5% del 2009 al 5% nel 2010 (un livello simile a quello pre-crisi), mentre la crescita dei Paesi avanzati risaliva nel 2010 a valori positivi (+3%), rispetto alla flessione del 2009 (-3,4%). In Europa però la situazione tornava ad aggravarsi a partire dal 2010, con la crisi del debito sovrano di molti Paesi della UE (cfr Cerniglia 2010; De Battistini 2012a e 2012b).

L'azione della FED: il quantitative easing

A fronte della situazione di difficoltà sotto il profilo finanziario, la FED ha lanciato, subito dopo il fallimento di Lehman Brothers, massicce operazioni di *quantitative easing* (QE, traducibile con alligeringimento, allentamento o facilitazione quantitativa), cioè di acquisti sul mercato di titoli, tanto pubblici quanto emessi da banche o derivanti dalla cartolarizzazione di mutui ipotecari. Ne ha così sostenuto i prezzi, evitandone la diminuzione (che equivale a una crescita del tasso di interesse effettivo), aumentando la liquidità in circolazione ma soprattutto rassicurando il mercato e il pubblico, cioè puntando a scongiurare una crisi di fiducia.

Le operazioni, le cui fasi sono note in gergo come QE1, QE2 e QE3, sono proseguite fino a ottobre 2014, sulla base di chiare dichiarazioni sulla condotta che la FED si impegnava a seguire. In altre parole **la FED si è ispirata alla strategia della *forward guidance*, consistente nel delineare un sentiero temporale di intervento previsto e garantito**, con la possibilità di estenderlo fino al ritorno della congiuntura alla normalità. Si tratta di un approccio radicalmente diverso da quello seguito in altre occasioni dalle banche centrali, soprattutto in ambito valutario all'interno di un sistema di cambi fissi o a flessibilità controllata: pensiamo ad esempio ai momenti di revisione delle parità. In quei casi la preferenza era "tenere le carte coperte", per contrastare per quanto possibile la formazione di aspettative che avrebbero potuto rivelarsi destabilizzanti o lo scatenarsi di tensioni speculative.

L'importanza della chiarezza sulle intenzioni della banca centrale e il rischio di ingenerare false aspettative si sono misurate nel 2013, quando l'allora presidente della FED, Ben Bernanke, fece un riferimento pubblico all'ipotesi di *tapering* del QE, cioè di un progressivo rallentamento dell'acquisto di nuovi titoli, non certo di una inversione di marcia. Solo la formulazione di questa ipotesi provocò gravi turbolenze, anche a livello internazionale, perché finì con l'alimentare, suo malgrado, aspettative di aumento dei tassi statunitensi. Così per un po' non si parlò più di *tapering*.

Gli interventi di QE della FED sono terminati nell'ottobre 2014, ma la sua azione resta caratterizzata da estrema prudenza negli annunci, tant'è vero che nei comunicati ufficiali ha fatto la sua comparsa un termine poco tecnico ma significativo, come “paziente” (Federal Open Market Committee 2014). A questa prudenza si ispira anche l'azione dell'attuale presidente della FED, Janet Yellen (in carica da febbraio 2014), che ancora a giugno 2016 dichiarava: «Continuo a pensare che i tassi ufficiali federali avranno probabilmente bisogno di crescere gradualmente nel tempo, per assicurare la stabilità dei prezzi e la massima occupazione sostenibile nel lungo termine» (nostra trad.). Questa gradualità è stata confermata dai fatti: la FED ha aumentato il costo del denaro di 25 centesimi di punto a dicembre 2015, poi ancora a dicembre 2016 (smentendo le attese di interventi più frequenti) e quindi a marzo 2017, e prevede altri due ritocchi al rialzo nel 2017 e tre nel 2018. Questo segnala l'avvio di un ritorno verso la “normalità”, ma, considerando l'ordine di grandezza degli aumenti, sempre nell'alveo di una grande prudenza.

La politica monetaria espansiva della BCE

Per valutare la condotta della BCE si deve anzitutto tener conto della differenza tra la sua *mission* e quella della FED: mentre il mandato di quest'ultima abbraccia sia la promozione della massima occupazione sia la tutela della stabilità dei prezzi (quantificata da un tasso di inflazione a medio termine del 2%), **la BCE non ha alcun obiettivo istituzionale esplicito relativo all'occupazione.** Tuttavia quantificare l'obiettivo di stabilità monetaria con una inflazione compresa tra 0 e 2%, ma prossima al 2%, permette di scorere un implicito spazio per la difesa, pur indiretta, dell'obiettivo occupazionale. Troviamo così conferma che la lotta alla deflazione fa riferimento non solo alla dinamica dei prezzi, ma anche a quella dell'attività produttiva.

Com'è noto **la BCE ha deciso di percorrere la strada del QE con alcuni anni di ritardo rispetto alla FED.** Le ragioni stanno nelle vicende che, a partire dal 2010 e dall'insorgere della crisi del debito sovrano in Grecia e in altri Paesi dell'eurozona, hanno imposto interventi d'urgenza da parte della BCE.

Il primo intervento è databile a maggio 2010 con il programma SMP (Securities Markets Programme), che impegnò le banche centrali nazionali dell'eurozona ad acquistare titoli di Stato al fine di contenere la caduta dei loro corsi, l'ascesa dei differenziali di rendimento (*spread*) tra Paesi forti e Paesi deboli e l'impatto sulla sostenibilità del debito pubblico di questi ultimi. È stata poi creata la European Financial Stability Facility (EFSF), trasformatasi suc-

cessivamente in European Stability Mechanism (ESM, noto anche come Fondo salva-Stati), che prevedeva finanziamenti ai Paesi in difficoltà condizionati all'impegno a intraprendere una serie di riforme concordate: a oggi ne hanno beneficiato Grecia, Cipro, Portogallo, Irlanda e Spagna.

Il 26 luglio 2012, di fronte al rinnovarsi di tensioni che rischiavano di minare l'intera costruzione monetaria europea, il presidente della BCE **Mario Draghi** pronunciò un discorso destinato a diventare famoso: «Pensiamo che l'euro sia irreversibile. E non è una frase vuota, perché ho appena detto quello che è stato fatto, e che stiamo facendo, per far sì che sia irreversibile. Ma c'è un altro messaggio che voglio darvi. **Nell'ambito del nostro mandato siamo pronti come BCE a fare tutto ciò che sia necessario¹ per preservare l'euro.** E credetemi, sarà sufficiente».

A queste parole ha fatto seguito, operativamente, il lancio delle OMT (Outright Monetary Transactions), che ha esteso indefinitamente l'acquisto di titoli sul mercato secondario, nel rispetto del divieto di finanziamento del debito pubblico da parte della BCE, e quindi di acquisto di titoli di Stato al momento della loro emissione. Successivamente sono state lanciate le due operazioni note con le sigle LTRO e TLTRO (Long Term Refinancing Operations e Targeted Long Term Refinancing Operations) attraverso le quali la BCE ha fornito alle banche ordinarie la possibilità di rifinanziarsi a tassi estremamente contenuti fino a 3 anni. La prima operazione ha avuto un obiettivo generale, mentre la seconda è stata finalizzata e condizionata alla destinazione dei fondi erogati al finanziamento dell'economia reale: questo obiettivo era perseguito in un momento in cui ancora non si era palesata la **minaccia della deflazione**.

È ancora Draghi a segnalarlo a fine agosto 2014, in occasione dell'annuale incontro dei banchieri a Jackson Hole (Wyoming, Stati Uniti), affermando che «stando ai mercati finanziari, le attese di inflazione hanno mostrato un calo significativo su tutti gli orizzonti», e proseguendo con un impegno ben preciso: «Il Consiglio direttivo prenderà atto di questi andamenti e, nell'ambito del proprio mandato, ricorrerà a tutti gli strumenti disponibili che risultino necessari per **assicurare la stabilità dei prezzi nel medio periodo**».

La traduzione operativa di questo impegno è la manovra QE, varata a inizio 2015, che consiste in un programma di acquisto di titoli pubblici e privati per un ammontare di 60 miliardi di euro mensili, diventati 80 a marzo 2016. Il programma è stato prolungato oltre la scadenza originariamente indicata di marzo 2017 e proseguirà

¹ «*Whatever it takes*», con le parole originali inglesi ormai entrate nella storia.

finché il Consiglio della BCE non registrerà un significativo aggiustamento nella dinamica inflazionistica coerente con i propri obiettivi. È esattamente questo il punto su cui si registra una più ampia divergenza di opinioni tra i commentatori e anche in seno alla stessa BCE. L'opportunità del QE è infatti messa in dubbio da quanti si riconoscono in una linea di ortodossia economico-finanziaria che fa del rigore un principio basilare, particolarmente forte soprattutto nell'area germanica. Proprio per questo in un recente discorso (Draghi 2017b), il presidente della BCE ha messo in rilievo i risultati fin qui ottenuti dalla BCE, difendendone l'operato.

Banche centrali a corto di munizioni?

L'effetto dei programmi di QE è stata una sorta di inondazione di liquidità, che ha spinto il livello dei tassi nominali di interesse in territorio negativo, in quello che appare quasi un paradosso o, come è stato detto, un sovvertimento della legge di gravità: è la prima volta che si registra questa sostanziale forzatura delle regole convenzionali della politica monetaria, in particolare a livello di politiche delle banche centrali. In passato, infatti, abbiamo già sperimentato tassi di interesse reali negativi, ogni volta in cui il tasso di inflazione è stato superiore al tasso di interesse nominale, e quindi gli interessi corrisposti dal debitore al creditore non bastavano nemmeno a ricompensarlo per l'erosione del valore reale del capitale: nell'Italia degli anni '70 e '80 era la situazione consueta.

La novità degli ultimi tempi riguarda non solo la dinamica del tasso di interesse nominale effettivo sui titoli, che può diventare di fatto negativo nel caso in cui il loro prezzo di mercato aumenti oltre il valore cumulato delle future cedole e del capitale da rimborsare, ma la **decisione di varie banche centrali (BCE e non solo) di applicare un tasso di interesse nominale negativo alle somme depositate dalle banche ordinarie**. L'obiettivo, certamente condivisibile, è incentivare l'utilizzo dei fondi per il finanziamento dell'economia reale, ma **il carattere estremo della misura ha condotto alcuni a scorgervi quasi un segno di disperazione o di esaurimento degli strumenti di politica monetaria a disposizione delle banche centrali**. Altri commentatori hanno sottolineato invece gli effetti perversi dei tassi negativi sul settore del credito (banche, assicurazioni e fondi pensione) e sulla sua redditività, oltre che sui risparmiatori, con un possibile paradosso: chi desidera costituirsi un capitale (ad esempio a fini di integrazione previdenziale) potrebbe essere spinto a risparmiare di più per controbilanciare l'effetto di tassi di interesse negativi, con un effetto depressivo sul livello di

attività economica che potrebbe almeno in parte cancellare quello espansivo di una politica monetaria molto accomodante.

Effettivamente la situazione quanto meno inconsueta in cui ci troviamo ha condotto alla ripresa del dibattito su ipotesi un tempo considerate sostanzialmente come casi di scuola, come quella dell'*helicopter money*, cioè di una politica monetaria consistente nel lancio di banconote da un elicottero. Il riferimento è a un lavoro dell'economista americano Milton Friedman, che nel 1969 aveva paradossalmente ipotizzato questa misura estrema per rilanciare la domanda, ma l'immagine era stata rispolverata da alcuni giornalisti in occasione dell'avvio del QE da parte della FED.

Fuor di metafora, potremmo parlare di *helicopter money* nel caso di una politica fiscale espansiva finanziata in modo stabile attraverso l'intervento della banca centrale², cioè la stampa di moneta: si sommerebbero così gli effetti di una politica fiscale e di una politica monetaria spinte all'estremo delle possibilità espansive³. Il contesto in cui viene proposta ne sottolinea l'eccezionalità di fronte a difficoltà incontrate nell'utilizzo di altri strumenti.

Al di là dell'impatto dell'immagine, la ripresa del dibattito sull'*helicopter money* segnala piuttosto la **necessità di dotare le banche centrali di nuovi strumenti, dato che esse hanno ormai azzerato i tassi di interesse, inondato il sistema di liquidità e messo in atto un ventaglio molto ampio di strumenti di ingegneria finanziaria**. I risultati non paiono ancora soddisfacenti – tanto che i programmi straordinari vengono prorogati oltre la scadenza prevista –, il che legittima qualche preoccupazione soprattutto di fronte al possibile manifestarsi di nuovi fattori di crisi. In altri termini, il dibattito segnala la possibilità che le banche centrali abbiano ormai terminato le cartucce, o, per utilizzare l'espressione della pubblicistica anglosassone, siano «*Out of ammo*» («A corto di munizioni», The Economist 2016b).

In questa linea merita menzionare una proposta che trae spunto da un meccanismo utilizzato per indirizzare i sistemi economici verso una riduzione del tasso di inflazione, negli anni in cui questa era eccessivamente elevata. Si tratta delle **politiche dei redditi**: parti

² Pur senza il ricorso all'immagine dell'elicottero, il nostro Paese ha sperimentato una situazione di questo genere negli anni in cui la Banca d'Italia finanziava direttamente il disavanzo pubblico sottoscrivendo tutti i titoli di Stato rimasti invenduti in sede di emissione. Perdeva così ogni autonomia nella gestione della politica monetaria, ridotta a corollario di quella fiscale, con tutte le possibili distorsioni derivanti dal protrarsi nel tempo di questa situazione. Soltanto nel 1981, con il cosiddetto "divorzio" dal Ministero del Tesoro, la Banca d'Italia smise di finanziare automaticamente disavanzo e debito pubblico, riacquistando la propria autonomia.

³ Per una discussione sulla legittimità di operazioni di finanziamento monetario dei disavanzi pubblici nell'eurozona, cfr Lonergan 2016 e Muellbauer 2016.

sociali e autorità di politica economica cooperano definendo un tasso di inflazione programmato a cui sono agganciati gli aumenti salariali a prescindere dal tasso di inflazione effettivamente registrato, in una concertazione in cui lo Stato è presente come datore di lavoro ma anche come garante ultimo dell'intera operazione. Naturalmente nel contesto attuale il meccanismo va fatto funzionare a rovescio, cioè in senso antideflazionistico: **l'accordo dovrebbe riguardare incrementi salariali significativi, capaci di spingere verso l'alto l'inflazione.** Due economisti del Peterson Institute of Economics, importante *think tank* con sede a Washington, hanno sollevato il tema delle politiche dei redditi "al rovescio" (Blanchard e Posen 2015a e 2015b), con una proposta che è stata poi rilanciata in un contributo dell'*Economist* (2016a). A riguardo, in una conferenza stampa dello scorso 9 marzo, Mario Draghi (2017a) ha sottolineato l'importanza della dinamica dei salari nella lotta contro la deflazione.

Oltre la politica monetaria

È indubbio che le politiche monetarie abbiano rivestito un ruolo cruciale nella gestione della crisi globale apertasi nel 2007-2008: a prescindere dalle divergenze di opinione, sono state usate in modo massiccio, spingendosi ben oltre i limiti convenzionali, cercando cioè di smentire l'adagio molto popolare anche tra gli economisti, secondo cui «la politica monetaria è come una corda, che si può tirare ma non spingere»: funziona bene per stringere, mentre fatica a ottenere i risultati quando l'obiettivo è espansivo.

Va riconosciuto inoltre come la politica monetaria in questi anni abbia svolto sostanzialmente un ruolo di supplenza nei confronti di altre forme di intervento a cui è urgente tornare a guardare nell'ottica di una integrazione degli strumenti di politica economica. Accanto alla politica monetaria vi è infatti quella fiscale, che interviene attraverso le leve della spesa pubblica e della tassazione. Poi c'è il versante delle riforme strutturali che riguardano i mercati dei fattori produttivi (lavoro e capitale in particolare) e dei prodotti (merci e servizi): non si tratta di azioni a costo zero, specie in termini di consenso, ma sono passaggi fondamentali per favorire un processo di crescita. Le politiche fiscali hanno registrato un momento di importante efficacia dopo il G20 del 2009, come già ricordato, ma poi hanno dovuto fare i conti con il deterioramento dei conti pubblici e il peggioramento della sostenibilità dei debiti sovrani. Non si può dire che le riforme strutturali abbiano avuto, in generale, maggiore fortuna.

Vi è, infine, un ultimo tema che interseca il dibattito sulla politica monetaria, in particolare all'interno della UE e dell'eurozona:

quello degli squilibri macroeconomici tra Paesi membri e dei meccanismi per la loro prevenzione e correzione, che impattano tanto sui Paesi in difficoltà quanto su quelli in buona salute. Gli squilibri richiedono a tutti uno sforzo di aggiustamento, ma la ripartizione degli oneri esige un negoziato di tipo politico, con le innegabili disparità tra le forze in campo. Riemerge così il problema, presente da sempre, del compromesso tra crescita e rigore: la diversità di vedute a questo riguardo all'interno dell'eurozona ha certamente reso più difficile intraprendere tempestivamente un percorso di uscita dalla crisi. Ma **gli squilibri all'interno della UE devono costituire anche dei campanelli d'allarme rispetto ai rischi che incombono sull'integrità dell'eurozona**: le politiche perseguite dalla BCE, pur tra le polemiche, hanno sinora contribuito a tamponarli, ma, come spesso ripete il presidente Draghi, da sole non possono rappresentare la soluzione. **La politica monetaria ha bisogno del complemento non solo delle altre componenti della politica economica, ma soprattutto della politica *tout court***, senza agggettivi che ne limitino ambiti e prospettive di azione.

- BLANCHARD O. – POSEN A.S. (2015b), «Japan's solution is to raise wages by 10 percent», in *Financial Times*, 2 dicembre.
- (2015a), «Getting serious about wage inflation in Japan», in *Nikkei Asian Review*, 15 dicembre.
- CERNIGLIA F. (2010), «Debito pubblico: terreno per nuove crisi?», in *Aggiornamenti Sociali*, 5, 331-342.
- DE BATTISTINI R. (2016), «Perché la diminuzione dei prezzi è una cattiva notizia?», in *Aggiornamenti Sociali*, 1, 18-27.
- (2012b), «Allarme euro: scenari, nodi e prospettive», in *Aggiornamenti Sociali*, 7-8, 566-578.
- (2012a), «Debito pubblico tra aritmetica e politica», in *Aggiornamenti Sociali*, 5, 374-385.
- (2011), «Squilibri e tensioni nei mercati dei cambi», in *Aggiornamenti Sociali*, 3, 185-195.
- (2005), «I 60 anni del Fondo Monetario Internazionale», in *Aggiornamenti Sociali*, 2, 120-132.
- DRAGHI M. (2017b), *Monetary policy and the economic recovery in the euro area*, 6 aprile, in <www.ecb.europa.eu>.
- (2017a), *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, 9 marzo, in <www.ecb.europa.eu>.
- (2014), *Intervento al Simposio annuale delle*

banche centrali, Jackson Hole, 22 agosto, in <www.ecb.europa.eu>.

- (2012), *Speech at the Global Investment Conference*, Londra, 26 luglio, in <www.ecb.europa.eu>.
- EUROSTAT (2017), «February 2017. Annual inflation up to 2.0% in the euro area. Up to 1.9% in the EU», *Newsrelease euro indicators*, 45, 16 marzo, in <http://ec.europa.eu/eurostat/web/euro-indicators/news-releases>.
- FEDERAL OPEN MARKET COMMITTEE (2014), *Minutes*. December 16-17, 2014, in <www.federalreserve.gov>.
- FRIEDMAN M. (1969), *The Optimum Quantity of Money*, Macmillan, Londra.
- LONERGAN E. (2016), «Legal helicopter drops in the Eurozone», 24 febbraio, in <www.philosophyofmoney.net>.
- MUELLBAUER J., «Helicopter money and fiscal rules», 10 giugno, in *VoxEU.org*, <www.voxeu.org>.
- THE ECONOMIST (2016b), «Out of ammo?», in *The Economist*, 20 febbraio.
- (2016a), «Fighting the next recession. Unfamiliar ways forward», in *The Economist*, 20 febbraio.
- YELLEN J. (2016), *Current Conditions and the Outlook for the U.S. Economy*, 6 giugno, in <www.federalreserve.gov>.